

## VUE D'ENSEMBLE DES CLASSES D'ACTIFS

L'année 2025 a été marquée par une forte volatilité des marchés, déclenchée notamment par les annonces de droits de douane américains début avril. À mesure que les tensions commerciales se sont atténuées au cours de l'année, le sentiment des investisseurs s'est amélioré et la plupart des classes d'actifs ont bénéficié d'un mouvement haussier généralisé, terminant finalement l'année sur des performances solides.

Les actions mondiales ont enregistré de solides performances en 2025 (+20,6 %), soutenues par la résilience des bénéficiaires des entreprises et une politique monétaire des principales banques centrales plus favorable. Néanmoins la tendance haussière s'est ralentie au quatrième trimestre (+3,0 %), les investisseurs commençant à questionner la rentabilité à court terme des investissements des grosses compagnies de la Tech liées à l'intelligence artificielle.

Les obligations mondiales, dont l'indice de référence est le Bloomberg Global Aggregate Bond Index, ont progressé de 8,2 % sur l'année, soutenues par la baisse des taux directeurs des banques centrales des pays développés. Les rendements ont été plus modestes au quatrième trimestre (+0,2 %), les marchés intégrant de plus en plus la fin du cycle de baisse des taux.

Le pétrole brut est resté sous pression, reculant de 7,9 % au quatrième trimestre et terminant l'année 2025 en baisse de 19,9 %, dans un contexte d'augmentation de l'offre en 2026. Malgré la faiblesse du secteur de l'énergie, l'indice Bloomberg Commodity Index a progressé de 11,1 %, soutenu par les métaux précieux et industriels. L'argent s'est particulièrement distingué (+148,0 %), porté par une forte demande industrielle et une offre limitée, tandis que l'or a poursuivi sa hausse pour clôturer l'année en progression de 64,6 %, soutenu par les achats des banques centrales et d'importants flux acheteurs sur les ETF investis sur cette relique « barbare » (commentaire de Mr Greenspan dans les années 1990 et ancien directeur de la banque centrale Américaine).

Le dollar américain s'est déprécié de 9,4 % en 2025, ceci contre les principales devises mondiales, l'essentiel de cette baisse s'étant produit au premier semestre avant une stabilisation au quatrième trimestre (+0,6 %). Le dollar pourrait rester sous pression en 2026 si les politiques monétaires continue de diverger entre les principales économies des pays développés.

## PERSPECTIVES DU MARCHÉ/POSITIONNEMENT DU PORTEFEUILLE

**ACTIONS:** Après de fortes performances en 2025, nous abordons 2026 sur une position neutre en terme d'allocation d'actifs concernant les actions. Il est vrai que les marchés sont portés par une croissance solide des bénéficiaires, la poursuite de la dynamique liée à l'intelligence artificielle et des politiques budgétaires globalement favorables, toutefois, des valorisations élevées, l'évolution des dynamiques de politique monétaire et les risques géopolitiques justifient une approche prudente.

À l'échelle mondiale, les politiques économiques publiques sont plutôt conciliantes. Aux États-Unis, le *One Big Beautiful Bill Act* devrait soutenir l'activité domestique et compenser en partie les effets négatifs liés aux droits de douane. En Europe, le programme d'investissement et d'infrastructures de l'Allemagne devrait soutenir les dépenses, tandis qu'en Asie, la Chine et le Japon renforcent leurs mesures de relance domestique et leurs investissements ciblés sur l'IA afin de soutenir la croissance.

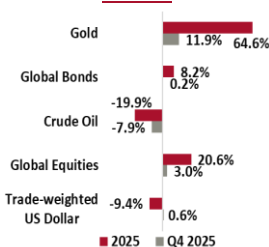
L'investissement dans l'intelligence artificielle reste un moteur clé pour les marchés actions, malgré le retour du débat sur des valorisations élevées. Les principales entreprises du secteur de l'IA sont généralement rentables, fortement génératrices de cash-flow et profondément intégrées à l'économie mondiale, ce qui réduit, à ce stade le risque de bulle spéculative. Bien que des risques subsistent quant au rythme et à l'exécution des investissements, l'adoption de l'IA devrait continuer à soutenir la croissance des bénéficiaires à moyen terme.

La volatilité des marchés devrait rester élevée à mesure que les grandes banques centrales se rapprochent de taux directeurs neutres, tandis que les risques géopolitiques persistent, notamment à la suite de l'intervention récente des États-Unis au Venezuela.

En matière de positionnement de portefeuille, nous conservons une position neutre sur les actions américaines, avec une surpondération des secteurs financiers et industriels. Bien que le marché reste soutenu par des bénéficiaires résilients et la perspective de mesures budgétaires et de déréglementation, des risques demeurent, notamment des valorisations élevées, des risques liés à l'exécution des projets d'IA et l'incertitude entourant la prochaine nomination à la Réserve fédérale au premier trimestre 2026.

Concernant les actions européennes, nous maintenons également une position neutre, le continent et les pays qui composent la zone EU27 montrant des dynamiques économiques et politiques disparates et exposée à des risques contrastés ; certains pays du Sud affichent des croissances économiques spectaculaires tandis que des pays plus au nord de l'Europe sont à la traîne.

Performance des classes d'actifs



Source: MCB PWM, Bloomberg

En ce qui concerne le marché japonais, nous gardons une position surpondérée, soutenue par une forte exposition aux thématiques de l'IA et de la technologie, la poursuite des réformes de gouvernance d'entreprise et l'intérêt soutenu des investisseurs domestiques et internationaux.

Enfin, nous restons neutres avec un biais positif sur les actions des marchés émergents. Ces marchés devraient bénéficier d'un contexte global positif en 2026, porté par l'exposition de certains pays aux chaînes d'approvisionnement liées à l'IA en Asie, le soutien des politiques économiques en Chine et l'affaiblissement du dollar américain, le tout constituant un environnement favorable. Les valorisations demeurent également attractives par rapport aux marchés développés.

**OBLIGATIONS:** Nous abordons les marchés obligataires avec une vision constructive, malgré une marge de manœuvre plus limitée pour un nouvel assouplissement des politiques monétaires, en particulier dans les économies développées. Les marchés obligataires ont affiché de solides performances en 2025, portées par le ralentissement de l'inflation et les baisses de taux. En 2026, un environnement marqué par un ralentissement de la croissance sans contraction brutale des grandes économies, combiné à une inflation globalement maîtrisée, devrait continuer à offrir des opportunités de rendement positifs. Néanmoins, la récente intensification des risques géopolitiques pourrait générer une volatilité accrue sur les marchés obligataires.

Dans ce contexte, nous conservons une approche positive sur le crédit *investment grade* (risque modéré) et restons sélectifs sur le segment *high yield* (investissement spéculatif), tout en maintenant une position neutre sur la duration (maturité et sensibilité moyenne à un mouvement de taux). Nous demeurons surpondérés sur les obligations des marchés émergents en dépit des préoccupations géopolitiques ; Cependant un dollar américain plus faible, la poursuite de la désinflation, les efforts de consolidation budgétaire et la stabilité des prix de l'énergie génèrent clairement un momentum positif pour l'économie de certains pays émergents.

### ACTIONS MONDIALES

Les marchés développés ont enregistré de solides gains de 19,5 % en 2025. La performance a été particulièrement forte en dehors des États-Unis, l'indice MSCI ACWI ex-US progressant de 29,2 %, tandis que les actions américaines ont sous-performé. Dans l'ensemble, les actions des marchés émergents ont surperformé les marchés développés, avec une hausse de 30,6 % sur l'année.

Au quatrième trimestre, toutefois, les rendements se sont modérés, pénalisés par le recul des actions chinoises (-7,6 %).

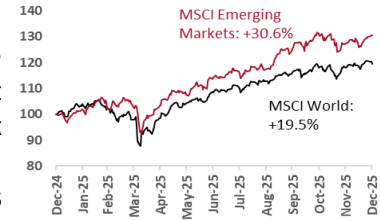
**États-Unis:** Les actions américaines ont affiché une performance solide en 2025, le S&P 500 gagnant 16,4 % malgré une forte chute en avril suite aux annonces de droits de douane. La résilience du marché a été soutenue par des bénéfices meilleurs que prévu tout au long de l'année, également aussi par le fait que la Fed s'est inquiétée de la dégradation du marché de l'emploi et dans un contexte d'inflation plus ou moins sous contrôle, cette institution a continué sa politique d'assouplissement monétaire.

La tendance haussière du S&P 500 a ralenti au quatrième trimestre 2025, l'indice phare américain ne progressant que de 2,4 % ; les investisseurs se sont émus de la plus longue fermeture de l'Etat

Fédéral de l'histoire et des questionnements sur la pertinence et la rentabilité des investissements liés à l'IA. Cela a déclenché une correction des actions d'entreprises technologiques d'environ 10 % début novembre, alors que les marchés réévaluaient les risques d'exécution, l'effet de levier et le financement dans le secteur.

La Fed a réaffirmé sa position accommodante avec une baisse de taux de 25 points de base en décembre et a indiqué que d'autres mesures d'assouplissement pourraient être envisagées en 2026 si l'inflation continue de baisser. Globalement en 2025, la performance a été principalement portée par les secteurs des technologies de l'information (+23,3 %) et des services de communication (+32,4 %), cependant un arbitrage sectoriel s'est dessinée au quatrième trimestre : les « majors » de la tech ont marqué le pas, au bénéfice du secteur de la santé qui a réalisé +11,2 % sur la même période. L'année a également été marquée par une concentration prononcée des performances au sein du groupe des « Magnificent Seven », seuls Google (+65,4 %) et Nvidia (+38,9 %) ayant surperformé le marché dans son ensemble.

### Marchés développés vs marchés émergents : Performance en 2025



Source: MCB PWM, Bloomberg

### Actions américaines : Performance en 2025



Source: MCB PWM, Bloomberg

### SP 500 - Performance du secteur

	Q4 2025	2025
Comm. Services	7.0%	32.4%
Info.Tech	1.3%	23.3%
Industrials	0.5%	17.7%
Financials	1.6%	13.3%
Utilities	-2.1%	12.7%
Healthcare	11.2%	12.5%
Materials	0.6%	8.4%
Cons. Discr	0.5%	5.3%
Energy	0.7%	5.0%
Cons. Staples	-0.7%	1.3%
Real Estate	-3.7%	-0.3%

Source: MCB PWM, Bloomberg

**Europe:** Les actions européennes ont affiché de solides gains en 2025, le MSCI Europe progressant de 16,3 % en euros, soutenu par un regain d'intérêt pour le continent. Les banques ont été le secteur phare, avec une hausse de 66,9 % sur l'année et un prolongement des gains au quatrième trimestre (+13,9 %) grâce à des bénéfices solides, des bilans résilients et des conditions de taux favorables.

Après un bon début d'année, les actions allemandes ont légèrement sous-performé au dernier trimestre 2025, avec un gain modeste de 2,6 %, mais ont clôturé 2025 sur un solide +23 %. La capitalisation de SAP (-8,5 %) a continué de peser sur la performance de l'indice germanique, tandis que l'atermoisement concernant les risques géopolitiques liés aux attentes d'une trêve négociée par les États-Unis entre l'Ukraine et la Russie a également limité la performance du secteur industriel.

**Marchés européens :  
Performance (en monnaie locale)**

	Q4 2025	2025
Europe STOXX 600	6.1%	16.7%
Spain IBEX	11.8%	49.3%
Italy FTSE MIB	5.2%	31.5%
Portugal PSI 20	3.8%	29.6%
Germany DAX	2.6%	23.0%
UK FTSE	6.2%	21.5%
Switzerland Market	9.6%	14.4%
France CAC	3.2%	10.4%

Source: MCB PWM, Bloomberg

Malgré une instabilité politique persistante, la France a montré sa résilience, le CAC 40 progressant de 3,2 % en cette fin d'année et terminant l'année sur une progression de +10,4 %. Le segment du luxe a rebondi, porté par LVMH (+23,9 %), soutenu par l'amélioration de la demande et une reprise timide de la consommation chinoise.

Les actions britanniques ont conservé leur momentum positif en cette fin d'année 2025 (+6,2 %) et ont terminé 2025 en hausse de 21,5 % en GBP, malgré un contexte macroéconomique faible. Les secteurs de la santé et des mines ont mené le rallye, les métaux précieux profitant aux producteurs tels que Fresnillo (+41,3 %).

**Chine:** Les actions chinoises ont connu un solide rebond en 2025 (+28 % en USD), porté par un optimisme accru concernant les avancées des entreprises chinoises sur le terrain de l'intelligence artificielle. Malgré tout, après trois trimestres consécutifs de gains, le marché a marqué une pause en T4, avec des prises de bénéfices entraînant un recul de 7,6 %.

Les mesures de relance ont et vont bénéficier aux secteurs de la santé, des semi-conducteurs et des énergies vertes et pourront peut-être compenser partiellement ou totalement la baisse de la croissance liée aux problèmes du marché immobilier et la faiblesse de la demande des ménages. Le soutien politique a été renforcé lors du 4<sup>e</sup> Plénum, mettant en avant les industries clés pour la croissance et offrant un potentiel haussier pour 2026.

**Japon:** Les actions japonaises (TOPIX) ont progressé de 22,4 % en JPY (+23 % en USD), accentuant leur rallye du dernier trimestre 2025 (+8,7 %) après la victoire surprise du Premier ministre Takaichi et du LDP qui a renforcé les attentes de relance budgétaire.

Le cabinet a également annoncé une enveloppe budgétaire supplémentaire (1,77 trillion JPY), la plus importante jamais votée, ceci afin de soutenir la croissance du pays.

Le Yen a connu une année contrastée : après un gain de 8,6 % au premier semestre, il s'est affaibli au second semestre, alors que la trajectoire de hausse des taux de la BoJ devenait incertaine.

En décembre, la BoJ a porté son taux directeur à 0,75 %, mais l'absence d'orientation claire a poussé la devise Nipponne à un sommet à 157,75. Il a terminé l'année 2025 à 156,71 (+6 %), pratiquement stable sur l'année (-0,3 %).

**Actions japonaises: Performance en 2025**



Source: MCB PWM, Bloomberg

**OBLIGATIONS**

En 2025, les marchés obligataires mondiaux ont connu une année contrastée : après des performances solides sur l'ensemble de l'année, le quatrième trimestre a été marqué par des épisodes de volatilité liés à la normalisation de la politique monétaire au Japon, à l'incertitude fiscale aux États-Unis et au gel temporaire du budget du gouvernement américain. Les obligations globales *aggregate* ont été quasi stables au T4 (+0,2 %), mais affichent un rendement total remarquable de +8,2 % sur l'année, soutenu par un ralentissement de l'inflation et un assouplissement des politiques monétaires dans la plupart des régions.

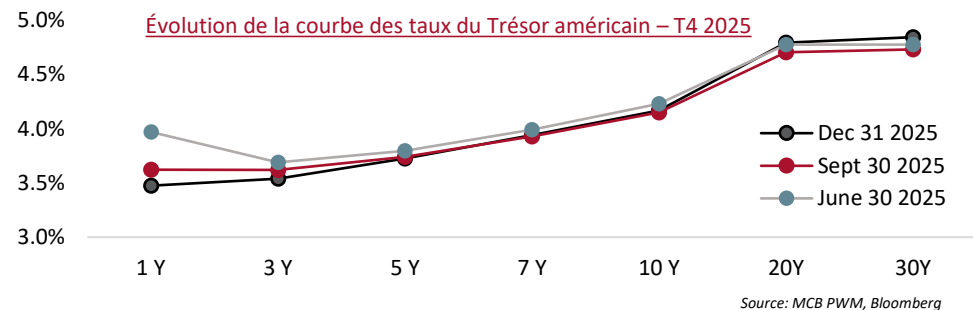
PERFORMANCE OF GLOBAL BOND INDICES						
	Ccy	YIELD		TOTAL RETURNS		DURATION years
		30 Sep 2025	31 Dec 2025	2025	Q4 2025	
Global Aggregate bonds	USD	3.5%	3.5%	<b>8.2%</b>	0.2%	6.3
U.S Treasury bonds	USD	3.9%	3.9%	<b>6.3%</b>	0.9%	5.9
U.S Investment Grade Corporate	USD	4.8%	4.8%	<b>7.8%</b>	0.8%	6.9
U.S High Yield Corporate	USD	6.7%	6.5%	<b>8.6%</b>	1.3%	3.0
Europe Investment Grade Corporate	EUR	3.1%	3.2%	<b>3.0%</b>	0.3%	4.5
Europe High Yield Corporate	EUR	5.3%	5.5%	<b>5.2%</b>	0.6%	2.9
Emerging Markets Aggregate	USD	6.0%	5.7%	<b>11.1%</b>	2.4%	6.1

Aux États-Unis, les obligations *high yield* (+1,3 %) ont surperformé les obligations d'entreprises *investment grade* (+0,8 %) grâce à la baisse des rendements et à la solidité des fondamentaux, ainsi qu'aux bénéfices d'entreprises qui se sont avérés résistants à des taux plus élevés et l'incertitude liée aux droits de douane. Les spreads de crédit ont initialement augmenté, pénalisés par le retard de publication des données économiques, avant de se resserrer en fin de trimestre à mesure que la trajectoire de la politique monétaire devenait plus claire.

Les obligations *high yield* américaines ont ainsi surperformé les obligations *investment grade* pour la deuxième année consécutive. En Europe, les obligations *investment grade* et *high yield* ont affiché des gains modestes, les spreads de crédit se resserrant malgré la hausse des rendements.

### Rendements des Obligations du Trésor Américain

Au quatrième trimestre, la courbe des rendements des Treasuries s'est repentifiée : la partie courte de la courbe a baissé suite aux baisses de taux de la Fed, tandis que les obligations à long terme (10 ans et plus) ont vu leur rendement légèrement augmenter. Ceci exprime l'inquiétude de la part des investisseurs concernant la politique budgétaire des Etats Unis, le risque d'une dette qui devient un poids pour l'économie et la capacité de l'Etat Fédéral à assurer ses engagements financiers. La demande pour les obligations du Trésor à 30 ans s'est affaiblie, comme le montrent des ratios *bid-to-cover* (ratio entre la demande et ce que le Trésor US désire vendre lors d'une mise aux enchères de nouvelles obligations d'Etat) moins favorables. L'écart 2 ans – 10 ans s'est normalisé à 68 points de base à la fin de l'année.



### Actions des Banques Centrales

- **États-Unis** : La Fed a procédé à deux baisses de 25 points de base en novembre et décembre, portant les taux à 3,5 % – 3,75 %. L'inflation restant au-dessus de la cible (2,8 %) et l'économie demeurant résiliente, le *dot plot* suggère une nouvelle baisse, tandis que le marché anticipe deux baisses en 2026.
- **Zone euro** : La BCE a maintenu ses taux inchangés lors de ses réunions d'octobre et décembre, poursuivant une approche guidée par les futures données économiques sans s'engager sur un chemin précis. Ses projections récentes prévoient une inflation en recul à 1,9 % en 2026, contre 2,1 % en 2025.

- **Royaume-Uni** : La Bank of England a abaissé son taux directeur de 25 points de base à 3,75 %, indiquant que la trajectoire future reste orientée à la baisse. L'inflation a ralenti de manière inattendue à 3,2 %, mais reste supérieure à l'objectif de la BoE, tandis que le chômage a augmenté.
- **Japon** : La Banque du Japon a relevé son taux directeur de 25 points de base en décembre, à 0,75 %, son plus haut niveau depuis 30 ans. Les rendements des obligations japonaises à 10 ans ont atteint 2,1 % ; l'inflation reste à un niveau élevé en comparaison avec les décennies précédentes et l'élection de Sanae Takaichi comme Premier ministre a surpris et créé de la volatilité à court terme.

### Dettes souveraine de la Zone Euro

En 2025, un phénomène inédit de « *risk parity* » a émergé : les rendements français à 10 ans ont grimpé pour égaler ceux de l'Italie, reflétant un net recul de l'appétit des investisseurs pour la dette française. L'Italie a bénéficié d'un gouvernement stable, d'un solde commercial en amélioration et d'une réduction progressive du déficit vers la limite de 3 % fixée par l'UE, tandis que la France a été confrontée à une paralysie politique et à des déficits croissants, déclenchant des mesures disciplinaires de l'UE.

